

Карпенко Г.В.,

кандидат економічних наук,
державний експерт відділу енергетичної
та транспортно-комунікаційної безпеки
Національного інституту проблем міжнародної безпеки
Ради національної безпеки та оборони України

ДОСВІД РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ КРАЇН ЄВРОПИ ТА ЙОГО ВИКОРИСТАННЯ В УКРАЇНІ

Розглянуто досвід розвитку фондових ринків країн Центральної та Східної Європи в умовах глобалізації, аналізується стан фондового ринку України та можливі напрями його розвитку за подальшої інтеграції України у світові та європейські структури.

The publication considers the experience of developing stock markets in Central and Eastern Europe in conditions of globalization. The author looks into the state of Ukraine's stock market and possible directions of its development providing Ukraine's subsequent integration in the world's and European structures.

Глобалізація стала однією з основних характеристик розвитку сучасних фінансових систем. Це найскладніший і найрозвиненіший у плані інтернаціоналізації процес, що є результатом поглиблення фінансових зв'язків країн, лібералізації цін та інвестиційних потоків, створення глобальних транснаціональних фінансових груп.

Фінансова глобалізація демонструє тенденції до прискорення, особливо починаючи з 60-х років минулого століття. Причина — зростання обсягів міжнародних торгівлі та туризму, міграції трудових ресурсів тощо. Проте ще й досі вимірювання цього явища є складним та суперечливим процесом¹.

Процеси фінансової глобалізації є незворотними та об'єктивними, і постає питання щодо майбутнього національних фондових ринків та їх незалежності і стабільності. І тут у найбільш вразливому становищі опинилися країни з перехідними економіками (насамперед це постсоціалістичні країни Європи). Власне, до цієї групи країн належить і Україна. Інтегруючись до світової фінансової системи, вони змушені відкривати свої внутрішні ринки для іноземного та транснаціонального капіталу, діяльність якого на національних ринках часто має спекулятивний характер. Неконтрольований приплив такого капіталу в країни з перехідною економікою може дестабілізувати становище на внутрішніх фондових ринках зокрема й у фінансових секторах країн у цілому. Крім того, вразливість економіки постсоціалістичних країн до фінансової експансії підриває їх економічну і, як наслідок, політичну самостійність.

¹ Стукало Н.В. Вимірювання фінансової глобалізації // Фінанси України. — 2006. — № 7. — С. 146 — 153.

Тож найбільш актуальною лишається проблема зменшення негативного впливу від інтеграційних кроків цієї групи країн на їх економічну та політичну безпеку та незалежність.

Тема розбудови національного фондового ринку в умовах глобалізації є вельми популярною в науковому світі. Саме їй присвятили праці вітчизняні вчені І. Андрущенко, О. Барановський, С. Глушенко, М. Денисенко, В. Кабанов, Т. Єгорова, Г. Терещенко та інші. Крім того, активно вивчається позитивний та негативний досвід фінансової глобалізації інших країн світу, а також обговорюються глобалізаційні перспективи фінансової системи України та інших країн СНД. Тут потрібно особливо відзначити здобутки українських дослідників В. Козакова, Т. Костіної, С. Кульпінського, З. Луцишина, І. Лютого, В. Міщенко, В. Рисіна. Цю тему активно обговорюють і провідні російські науковці І. Доронін, О. Мельнікова, Л. Федякіна, Г. Фетісов та інші.

Проведений автором аналіз досліджень і публікацій свідчить, що, незважаючи на значну увагу до проблеми глобалізації фондових ринків країн з перехідною економікою, не існує єдиної думки щодо парадигми їх подальшого розвитку. Також мало уваги приділяється розробці практичних рекомендацій щодо мінімізації негативних наслідків від інтеграції фінансових ринків цих країн у світову фінансову систему.

Тому основною проблемою цієї статті є саме вивчення глобалізаційного досвіду країн Європи, особливо постсоціалістичних, ринки яких відкриті для транснаціонального капіталу та висунення прогнозів і рекомендацій щодо подальшої розбудови фондового ринку України, а також — мінімізації негативних наслідків та збільшення позитивного ефекту від інтеграції фондового ринку України у світовий.

Внаслідок відкриття ринків внутрішніх капітальних активів у десятках країн і доступу до ринку прямих запозичень фінансових ресурсів в усьому світі за останні 15 років сформувалися новий глобальний баланс економіки та глобальна фінансова система. Остання перебуває у стані зміни сформованого порядку між державами світу. Споживачі капіталу, передусім у країнах з нестабільними ринками, отримали доступ до ринку прямих запозичень країн заходу, платою за що стала відмова від суверенітету у сфері фінансів, втрата контролю за утворенням зовнішнього боргу.

Та вказані негативні аспекти не завадили помітному розширенню національних фінансових секторів за рахунок становлення та розвитку фондових ринків протягом завершальних десятиліть ХХ століття. Однією з причин цього стала поява нових фондових ринків унаслідок соціально-економічних та політичних трансформацій у Східній Європі, розпаду СРСР і зламу командно-адміністративної системи.

Свою роль у формуванні фондових ринків відіграв також бурхливий розвиток країн Східної та Південно-Східної Азії, який супроводжувався зростанням

вартості акцій місцевих компаній. У результаті частка у світовій капіталізації ринків, що формуються, яка становила 3—4 % на початку 80-х років, до середини 90-х збільшилася до 11—12 % (7—9 % наприкінці десятиліття). У країнах з ринками, що формуються, відмічено двократне зростання (з 10 до 20 тис.), проте на загальні показники світових ринків вони поки що мають слабкий вплив.

При цьому характерним є не лише кількісне зростання обсягів операцій, що укладаються, а й якісні зміни їх структури. На зміну домінуванню інвестицій у державні та корпоративні облігації (які наприкінці 1999 року становили 55 % від усіх вкладень) приходять вклади в корпоративні акції². Причому це тенденція як окремих національних, так і світового ринків. Уже 1999 року на глобальному ринку акцій обсяги вторинної торгівлі збільшилися на 48 %. Міжнародні емісії акцій в Європі також збільшилися за цей рік на 66 %, досягнувши майже 83 млрд дол., тобто більше за половину світової емісії³. Одинадцять країн ЄС нині взаємно обмінюються урядовими облігаціями і, таким чином, їх оборот утворить другий за розмірами ринок державних цінних паперів (після ринку облігацій казначейства США).

Піднесення економіки в Європі призвело до того, що за допомогою традиційних джерел уже не можна задовольнити потреби в капіталі великих західноєвропейських корпорацій. І вони спрямовують свій погляд на більш ліквідні ринки капіталу та цікавляться скороченням витрат при здійсненні подібних операцій. Взагалі допуск нерезидентів на внутрішні фондові ринки — явище, типове для багатьох європейських постсоціалістичних країн, таких як Польща, Угорщина, Чехія. Це стимулює приплив зарубіжних інвестицій в економіку. Понад 90 іноземних інвестиційних фондів працюють сьогодні на східноєвропейських ринках.

Наприклад, 2004 року інвестиційний фонд Hansa Laanemere Aktisafond змінив назву й інвестиційну стратегію. З березня цього року він називається Hansa Ida-Euroora Aktisafond і займається інвестиціями у фондові ринки Естонії, Латвії, Литви, Чехії, Угорщини, Польщі, Словаччини й Словенії. Основною мотивацією фонду є те, що економіка цих регіонів швидко розвивається, чому сприяє також вступ цих країн до ЄС. За прогнозами, їх ВВП зростатиме удвічі швидше, ніж в інших країнах Євросоюзу. Інтерес для фонду становлять також ринки країн так званої другої хвилі розширення ЄС: Хорватії, Румунії, Болгарії.

Стрімко розвивається і фондовий ринок Росії. 2005 року вона встановила абсолютний світовий рекорд за показником його зростання — 88 %. За підсумками того ж року відчутно вирости всі ринки, що розвиваються. Так, в Європі серйозне зростання продемонстрували фондові ринки Польщі й Угорщини, в Латинській Америці — ринки Аргентини і Бразилії, в Азії — ринок Південної Кореї (2005 року виріс на 54 %).

² Financial Times, Jan. 20, 2000, p. 23.

³ Financial Times, Jan. 28, 2000, FT Survey, p. 1.

На основних фондових ринках Центральної Європи бурхливе зростання почалося в грудні 2000-го і тривало 2001 року. З початку грудня празький фондовий індекс PX-50 і будапештський ВUX виросли більш ніж на 20 %, а варшавський WIG — на 7 %. Індекс CESI також збільшився за цей період приблизно на 20 %. Негативним чинником є те, що фондові ринки Центральної Європи залежні від руху основних біржових індексів США. Наприклад, на початку 2000 року на фондових ринках Центральної Європи спостерігалось зростання, яке завершилося після падіння цін акцій у США. До грудня 2000 року індекс CESI впав порівняно з початком року на 40 %. Проте на тлі погіршення економічного стану країн Заходу і насамперед США зростання східноєвропейських ринків тривало. Зниження процентних ставок у регіоні і стабільне економічне зростання створили хороші передумови для цього.

Проте, незважаючи на такі позитивні тенденції щодо зростання, фондові ринки Центральної Європи, хоч як це парадоксально, стають усе менш корисними. Дуже мало компаній використовують їх послуги для збільшення капіталу, більшість глобальних інвесторів не цікавиться ними. Навіть брокерський бізнес, що утворився навколо них, занепадає. Така ситуація є типовою для малих фондових бірж Європи. Тому недаремно експерти вважають, що через п'ять—сім років у Європі залишиться лише три—чотири біржі.

Перші значні кроки до консолідації зробили фондові біржі Парижа, Брюсселя і Амстердама, утворивши єдину Euronext. Рік по тому до неї приєдналися португальські біржі. Планує тісне партнерство і Варшавська фондова біржа, яка є кращою в Центральній Європі. Вона вже здійснює торги за системою Euronext.

Водночас провалилося злиття London Stock Exchange і Deutsche Börse, і обидві біржі обговорюють перспективи нових партнерств. Deutsche Börse співробітничала з невеликими біржами Дубліна й Відня, які нині здійснюють для неї швидку комп'ютерну обробку цифрових даних, і можна сміливо прогнозувати подальше більш тісне співробітництво між ними та навіть говорити про можливість поступового об'єднання. Фондова біржа Гельсінкі поглинула Талліннську фондову біржу, що стало першим в Європі поглинанням.

Проте тиск на малі європейські біржі чинять не лише великі фондові біржі. Європейська комісія розробила єдині правила і стандарти емісії акцій і операцій на фондовому ринку, згідно з якими компанії мають можливість емітувати акції де завгодно, тоді як інвестори — де завгодно здійснювати інвестиції. Зрештою глобальні інвестори торгуватимуть лише в кількох великих мережах.

Тому, за оцінками експертів, біржі ЄС, особливо в таких країнах, як Угорщина і Польща, припинять своє існування, якщо спробують залишитися незалежними. Їм, як і авіакомпаніям, доведеться створювати альянси. Інакше у них немає жодних шансів зберегти ліквідність. Залишається питання, яку саме роль в альянсах буде відведено малим біржам? Невелика Талліннська біржа, вирішив-

ши, що шансу вижити у неї нема, розчинилась у фінській групі Нех. Узагалі ж приєднатися до Нех можуть й інші балтійські фондові біржі.

Будучи однією з найбільших у регіоні Центральної Європи, Варшавська біржа сподівається, що може добре розвинути свій ринок для того, щоб активно діяти в рамках альянсу. Її обороти стабільно збільшуються, на біржі постійно з'являються нові емісії. Для ефективної діяльності біржі торгівлю “блакитними фішками” необхідно здійснювати на внутрішньому ринку, оскільки не можна вижити за рахунок компаній з середньою капіталізацією акцій.

Утримання великих компаній вже стало проблемою для Варшавської біржі. Тільки-но знаходять стратегічних інвесторів, вони тут же йдуть з біржового ринку, що часто пояснюється небажанням “засвічувати” докладну інформацію про засновників і фінансовий стан компанії. Водночас лістинг найпривабливіших акцій паралельно здійснюється на Лондонській або Нью-йоркській фондових біржах за допомогою депозитарних розписок. Проте ціни на акції польських компаній, як і раніше, встановлюються у Варшаві, що дає можливість біржі залишатися конкурентоспроможною.

Водночас Будапештська фондова біржа вирішила, що ще якийсь час зможе залишатися незалежною. 2001 року вона відкинула пропозицію Лондонської фондової біржі, заявивши, що почекає з пошуком партнера до вступу в ЄС. Наслідками такої позиції стала відсутність пропозицій про первинне розміщення акцій для відкритого продажу; кількість компаній у лістингу біржі скоротилася, оборот біржі різко впав. У міру зниження ринкової капіталізації більшість компаній в лістингу стала дуже мала для залучення глобальних інвесторів. Частково причиною спаду на біржі є небажання Будапешта визнати, що глобалізація змінила поведінку великих інвесторів: більшість з них переключила увагу з регіонів на сектори. І тепер угорські компанії і фондова біржа Будапешта, успішніші за своїх східних сусідів, змушені рівнятися на своїх “глобальних” колег. Щоб повернути до себе інтерес, біржі необхідно діяти в команді з одним із великих гравців. Інакше кращі угорські компанії незабаром вважатимуть за краще виставляти свої акції на торги в іншому місці. Те ж саме може статися й з іншими біржами, що не проявляють активності, такими, як, наприклад, у Празі та Братиславі.

Очевидно, що зрештою об'єднання європейських бірж може привести до створення глобальної структури, яка зосередить близько половини капіталізації Європи: адже в Лондоні котирується третина європейських акцій і ще 12 % зосереджені у Франкфурті. Цілком логічним продовженням цього процесу є ідея створення єдиного європейського валютного ринку.

За оцінками аналітиків, майже всі європейські ринки значно сучасніші й ефективніші порівняно з американськими, чому сприяють такі чинники, як запровадження єдиної європейської валюти, розширення практики приватизації, хвиля пан'європейського злиття і об'єднання, а також збільшення кількості дрібних інвесторів через реалізацію “культу акцій”, який характерний для англосаксонських інвесторів.

Він швидко перетворюється на загальноєвропейську тенденцію, у результаті якої більшість пенсійних фондів Європи розміщує в акції до 75—80 % коштів. До Великобританії, Голландії та Швеції приєдналася нова хвиля країн, що інвестують в акції — Франція, Німеччина, Італія. Крім пенсійних, акціями зацікавилися також спільні інвестиційні фонди. У Німеччині, наприклад, за три останні роки минулого століття це привело до збільшення кількості інвесторів в акції корпорацій з 8,2 до 11,3 млн осіб (тобто 18 % дорослого населення). Отже, існує тенденція зростання інвестицій в акції при зростанні зворотної тенденції щодо інвестицій в облігації (які зменшилися з 1,3 трлн євро 1996-го до менш ніж 1,1 трлн євро 1999 року)⁴.

Очевидно, що подальше міжнародне злиття навряд чи можна продовжити без підтримки процесу ринкової консолідації на місцевому рівні. Так, лише у Німеччині з Франкфуртською біржею конкурують біржі Дюссельдорфа, Гамбурга, Мюнхена і Штутгарта. Очевидно, що консолідація Німецької біржі зі структурами на загальноєвропейському рівні не принесе бажаного ефекту, якщо не буде розв'язано питання про консолідацію всередині країни. Ця тенденція характерна і для деяких інших європейських країн. Так, у Бельгії місцевий центральний депозитарій ВХС-СІК об'єднався з розташованим у Брюсселі міжнародним депозитарієм Euroclear. В Іспанії об'єдналися дві найбільші (серед шести існуючих у країні) платіжні системи.

Разом з цим процес консолідації не є ані дешевим, ані однозначно позитивним. Дехто вважає, що гарантом хорошої ціни є не консолідація, а конкуренція, і нескінченне злиття може перетворитися на заплановане згорання діяльності європейської розрахунково-клірингової інфраструктури.

Щодо злиття, то про його небезпеку говорити зарано, оскільки процес лише розпочався, і як зміниться тенденція в майбутньому — невідомо.

Отже, останні тенденції світового фондового ринку демонструють чіткі тенденції до збільшення та створення наднаціональних торговельних майданчиків з одночасним поглибленням міжнародної інтеграції. Особливо ці тенденції помітні на ринках Європи. Вхідження східноєвропейських країн у ЄС різко змінило розподіл сил на фондовому ринку Європи. Невеликі та слабкі біржі вказаних країн стали вдалою мішенню для атак більших і потужних конкурентів із країн Західної Європи. Та сама доля може спіткати й фондові біржі України. Сьогодні за відсутності повноцінного інструментарію та привабливих об'єктів для портфельного інвестування фондовий ринок нашої країни є слабко розвиненим, а значить і нецікавим для європейських гравців.

Та попри всі негаразди в цілому фондовий ринок України демонструє чіткі тенденції до зростання, розвиваючись доволі стабільно.

⁴ Financial Times, Jan. 26, 2001, Europe reinvented. Section, p. 12.

Поступово на ринку розширюється перелік цінних паперів у обігу, зростає кількість облігацій національних підприємств, з'являються нові види цінних паперів. Цю тенденцію показово ілюструє активізація діяльності інститутів спільного інвестування. В їх активах збільшилася частка облігацій підприємств; зменшилася частка банківських депозитних рахунків та акцій; у складі активів інститутів спільного інвестування з'явився такий актив, як заставні цінні папери. Так, станом на 30 вересня 2006 року загальна кількість цінних паперів інститутів спільного інвестування, що перебувають в обігу, становила 95,53 млн шт. Цими цінними паперами дедалі більше цікавляться іноземні компанії. Наприклад, серед юридичних осіб — власників указаних активів частка нерезидентів становила 20,21 % (19,31 млн шт.).

Ці цифри красномовно свідчать про зростання інтересу до цінних паперів на українському фондовому ринку з боку іноземних інвесторів та про активізацію роботи ринку в цілому. Найбільш яскравим є той факт, що знижується привабливість банківських депозитів як інструменту інвестування.

Зважаючи на це, наївно було б думати, що загальносвітові глобалізаційні тенденції обминуть Україну. Поступово, у міру активізації діяльності, а також у міру заповнення вільних ніш на ринках Центральної та Східної Європи, варто очікувати приходу дедалі потужніших іноземних конкурентів. Майже не викликає сумнівів той факт, що український фондовий ринок не витримає такої експансії і його спіткає доля решти східноєвропейських ринків: українські біржі поступово увійдуть до складу європейських або просто припинять своє існування.